

2021. 5. 11



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **강다예**  
02. 6454-4884  
daye.kang@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **1,200,000 원**

현재주가 (5.10) **878,000 원**

상승여력 **36.7%**

KOSPI	3,249.30pt
시가총액	192,756억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	52.07%
52주 최고/최저가	1,038,000원/679,000원
평균거래대금	922.1억원

<b>주요주주(%)</b>	
김택진 외 8인	11.99
국민연금공단	10.48
넷마블	8.88

<b>주가상승률(%)</b>		<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-5.1	10.2	29.3	
상대주가	-8.5	-16.8	-22.6	

**주가그래프**



# 엔씨소프트 036570

## 저점 확인, 오를 일만 남았다

- ✓ 1Q21 실적, 예상치 하회하며 저점 확인. 1분기 '리니지M' 매출액은 1,726억원(-18.4% QoQ, 일평균 19.2억원), '리니지2M'은 1,522억원(-8.7% QoQ, 일평균 16.9억원)으로 전분기 높은 기저와 대규모 업데이트 앞두고 쉬어가는 시즌
- ✓ 영업이익률은 11.1%로 최근 3년간 최저 수준. 인센티브/연봉 인상 등으로 인건비 2,325억원(+26% QoQ), 마케팅비도 신작 광고 집행으로 550억원(+23% QoQ) 기록
- ✓ 이제 오를 일만 남았다. 5월 20일 '트릭스터M' 출시를 시작으로 6월 'B&S2' 출시 전망. 하반기로 갈수록 신작 모멘텀 강화될 것

### 1Q21 실적, 예상치 하회

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,125억원(-29.9% YoY), 567억원(-76.5% YoY)으로 컨센서스(매출액 5,382억원, 영업이익 1,185억원)를 크게 하회했다. 1분기 '리니지M' 매출액은 1,726억원(-18.4% QoQ, 일평균 19.2억원), '리니지2M'은 1,522억원(-8.7% QoQ, 일평균 16.9억원)으로 전분기 높은 기저와 대규모 업데이트 앞두고 쉬어가는 시즌이었다. 영업이익률은 11.1%로 최근 3년간 최저 수준이었는데 일회성 상여과 연봉 인상 등으로 인건비 2,325억원(+26% QoQ)으로 크게 증가, 마케팅비도 신작 광고 집행 확대로 23% QoQ 증가한 550억원(+23% QoQ)을 기록하였다. 3월 24일 출시된 '리니지2M'의 대만/일본 성과는 대만은 상위권 유지, 일본도 예상 수준의 성과가 발생하고 있다. 2분기 '리니지2M' 매출액은 1,904억원(일평균 20.7억원)으로 25.1% QoQ 증가가 가능하다.

### 이제 오를 일만 남았다

2021년 신작 모멘텀이 5월 20일 '트릭스터M' 출시를 시작으로 본격화된다. 국내외 모바일MMO에 대한 수요는 하드코어부터 라이트 유저까지 세분화되어 '트릭스터M'은 여성/캐주얼 유저를 상당부분 흡수 가능하다. 'B&S2'는 2월 9일 사전예약 개시 이후 4백만명 이상 사전 가입하였으며, 4월 22일부터 사전캐릭터가 생성되어 오픈 서버가 계속 완판될 정도의 인기를 시험하고 있다. 당사가 추정하는 2021년 예상 매출액은 '트릭스터M' 534억원, 'B&S2' 3,216억원, '프로젝트TL'(4Q21 출시 가정) 854억원으로 충분히 달성 가능하다.

투자의견 Buy, 적정주가 120만원으로 소폭 하향 (참고,p3)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,701.2	479.0	358.3	16,327	-14.8	113,837	33.1	4.8	19.7	14.7	33.2
2020	2,416.2	824.8	587.4	26,756	63.3	143,098	34.8	6.5	21.0	20.8	29.8
2021E	2,719.2	871.9	696.1	31,708	18.5	167,340	27.7	5.2	18.3	20.4	29.2
2022E	3,601.7	1,410.3	1,100.4	50,123	58.2	205,194	17.5	4.3	11.5	26.9	25.7
2023E	3,879.3	1,605.1	1,239.8	56,471	12.7	247,999	15.5	3.5	10.0	24.9	22.9

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>512.5</b>	<b>731.1</b>	<b>-29.9%</b>	<b>561.3</b>	<b>-8.7%</b>	<b>559.4</b>	<b>-8.4%</b>	<b>538.2</b>	<b>-4.8%</b>
<b>PC</b>	<b>130.1</b>	<b>114.4</b>	<b>13.7%</b>	<b>122.7</b>	<b>6.0%</b>	<b>103.4</b>	<b>25.8%</b>	-	-
리니지	48.9	44.8	9.3%	46.8	4.6%	40.5	20.8%	-	-
리니지2	26.2	26.4	-0.9%	26.0	1.0%	22.9	14.4%	-	-
아이온	23.4	10.1	130.6%	18.8	24.3%	7.9	194.2%	-	-
블레이드앤소울	14.1	19.6	-28.1%	15.6	-9.7%	19.4	-27.2%	-	-
길드워2	16.3	12.5	30.3%	14.2	15.3%	11.6	41.3%	-	-
<b>로열티</b>	<b>45.5</b>	<b>52.8</b>	<b>-13.9%</b>	<b>44.1</b>	<b>3.2%</b>	<b>49.6</b>	<b>-8.2%</b>	-	-
<b>모바일</b>	<b>324.9</b>	<b>553.2</b>	<b>-41.3%</b>	<b>378.4</b>	<b>-14.1%</b>	<b>387.2</b>	<b>-16.1%</b>	-	-
리니지M	172.6	212.0	-18.6%	211.7	-18.4%	193.2	-10.6%	-	-
리니지2M	152.2	341.1	-55.4%	166.7	-8.7%	193.2	-21.2%	-	-
<b>기타</b>	<b>12.0</b>	<b>10.7</b>	<b>12.1%</b>	<b>16.1</b>	<b>-25.3%</b>	<b>19.2</b>	<b>-37.4%</b>	-	-
<b>영업이익</b>	<b>56.7</b>	<b>241.4</b>	<b>-76.5%</b>	<b>217.7</b>	<b>-73.9%</b>	<b>111.4</b>	<b>-49.1%</b>	<b>118.5</b>	<b>-52.1%</b>
<b>세전이익</b>	<b>92.8</b>	<b>255.6</b>	<b>-63.7%</b>	<b>212.2</b>	<b>-56.3%</b>	<b>103.9</b>	<b>-10.7%</b>	-	-
<b>지배순이익</b>	<b>80.9</b>	<b>195.5</b>	<b>-58.6%</b>	<b>153.2</b>	<b>-47.2%</b>	<b>80.0</b>	<b>1.1%</b>	<b>90.6</b>	<b>-10.7%</b>
영업이익률(%)	11.1%	33.0%	-22.0%p	38.8%	-27.7%p	19.9%	-8.8%p	22.0%	-10.9%p
순이익률(%)	15.8%	26.7%	-11.0%p	27.3%	-11.5%p	14.3%	1.5%p	16.8%	-1.1%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>731.1</b>	<b>538.6</b>	<b>585.2</b>	<b>561.3</b>	<b>512.5</b>	<b>551.8</b>	<b>762.8</b>	<b>892.1</b>	<b>1,701.2</b>	<b>2,416.2</b>	<b>2,719.2</b>
<b>PC</b>	<b>114.4</b>	<b>105.9</b>	<b>122.4</b>	<b>122.7</b>	<b>130.1</b>	<b>100.0</b>	<b>89.1</b>	<b>174.0</b>	<b>462.5</b>	<b>465.4</b>	<b>493.2</b>
리니지	44.8	34.3	49.9	46.8	48.9	40.5	40.5	40.4	174.1	175.7	170.4
리니지2	26.4	25.8	26.3	26.0	26.2	22.8	22.6	22.4	93.6	104.5	94.0
아이온	10.1	8.2	8.5	18.8	23.4	7.0	6.9	6.8	46.0	45.6	44.0
블레이드앤소울	19.6	19.8	17.2	15.6	14.1	16.2	16.3	16.3	83.9	72.2	62.9
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.2	16.3	11.3	11.1	10.9	58.7	61.2	49.6
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	-	85.4	-	-	85.4
<b>로열티</b>	<b>52.8</b>	<b>62.3</b>	<b>58.8</b>	<b>44.1</b>	<b>45.5</b>	<b>48.6</b>	<b>47.1</b>	<b>45.2</b>	<b>197.5</b>	<b>218.0</b>	<b>186.5</b>
<b>모바일</b>	<b>553.2</b>	<b>357.1</b>	<b>389.6</b>	<b>378.4</b>	<b>324.9</b>	<b>387.8</b>	<b>601.5</b>	<b>645.5</b>	<b>987.1</b>	<b>1,678.4</b>	<b>1,959.7</b>
리니지M	212.0	159.9	245.2	211.7	172.6	179.4	188.6	197.8	834.7	828.7	738.4
리니지2M	341.1	197.3	144.5	166.7	152.2	190.4	228.9	219.5	143.9	849.6	791.1
트릭스터M	-	-	-	-	-	-	27.6	25.8	-	-	53.4
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	55.2	-	-	55.2
B&S2	-	-	-	-	-	18.0	156.4	147.2	-	-	321.6
<b>기타</b>	<b>10.7</b>	<b>13.3</b>	<b>14.3</b>	<b>16.1</b>	<b>12.0</b>	<b>15.3</b>	<b>25.1</b>	<b>27.4</b>	<b>54.0</b>	<b>54.4</b>	<b>79.8</b>
<b>영업비용</b>	<b>489.7</b>	<b>329.6</b>	<b>367.5</b>	<b>404.6</b>	<b>455.8</b>	<b>414.9</b>	<b>468.1</b>	<b>508.6</b>	<b>1,222.2</b>	<b>1,591.4</b>	<b>1,847.3</b>
인건비	102.2	84.3	78.5	138.1	123.2	107.6	110.7	118.3	327.3	403.2	459.9
경상연구개발비	130.5	97.0	99.5	54.6	128.1	103.0	96.0	98.9	309.7	381.5	426.0
지급수수료	182.3	100.0	122.9	134.9	121.2	130.5	176.8	202.7	346.9	540.1	631.3
광고선전비	39.5	12.5	29.6	44.7	45.6	35.0	47.0	50.0	106.2	126.3	177.6
기타	35.1	35.8	37.0	32.4	37.6	38.7	37.5	38.7	132.2	140.3	152.6
<b>영업이익</b>	<b>241.4</b>	<b>209.0</b>	<b>217.7</b>	<b>156.7</b>	<b>56.7</b>	<b>136.9</b>	<b>294.7</b>	<b>383.5</b>	<b>479.0</b>	<b>824.8</b>	<b>871.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>255.6</b>	<b>216.4</b>	<b>212.2</b>	<b>119.1</b>	<b>92.8</b>	<b>136.0</b>	<b>287.0</b>	<b>375.9</b>	<b>496.2</b>	<b>803.3</b>	<b>891.7</b>
<b>지배순이익</b>	<b>195.5</b>	<b>158.2</b>	<b>153.2</b>	<b>80.6</b>	<b>80.9</b>	<b>104.8</b>	<b>221.0</b>	<b>289.4</b>	<b>358.2</b>	<b>587.4</b>	<b>696.1</b>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표3 '블레이드앤소울2' 매출 추정 시나리오

구분	(단위)	BEST	BASE	WORST
2021E 매출액	(십억원)	483.0	321.6	273.0
서버수	(대)	130.0	130.0	130.0
이용자수	(만명)	500.0	400.0	300.0
Paying Users	(만명)	150.0	120.0	90.0
객단가(ARPPU per month)	(원)	30,000.0	15,000.0	10,000.0
일평균 매출	(억원)	23.0	16.6	13.0

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 2021년 게임 라인업

	1H21		2H21	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	리니지2M	대만/일본	리니지2M	북미/유럽
	트릭스터M	국내	아이온2	국내
	블레이드앤소울2	국내	블레이드앤소울2	대만/일본
PC/콘솔			프로젝트TL	국내

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터 추정

표5 적정주가 120만원 하향 조정

	단위	2021E	2022E
매출액	(십억원)	2,719.2	3,601.7
순이익률	(%)	25.60%	30.55%
순이익	(십억원)	696.1	1,100.4
EPS	(원)	31,708	50,123
3yrs EPS CAGR ('20~'23)	(%)	33.71%	33.71%
Forward EPS (a)	(원)		43,985
적정 PER (b)	(배)		27.0
12개월 적정주가 (a*b)	(원)		1,200,000
적정 시가총액	(조원)		26.4

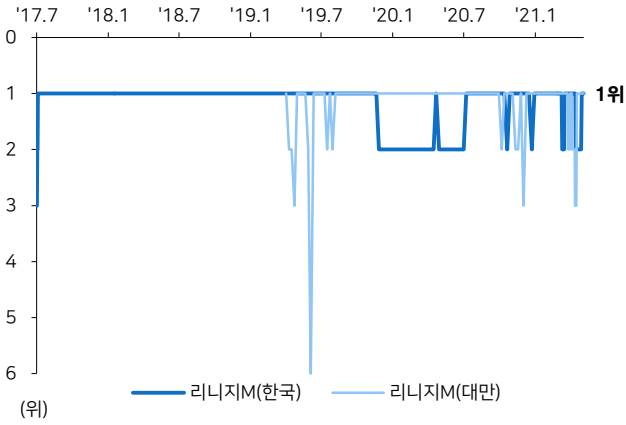
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 엔씨소프트 실적 추정치 조정 내역

(십억원)		2021E	2022E
매출액	수정후	2,719.2	3,601.7
	수정전	2,934.3	3,693.0
	% diff	-7.3%	-2.5%
영업이익	수정후	871.9	1,410.3
	수정전	1,006.3	1,426.3
	% diff	-13.4%	-1.1%
지배순이익	수정후	696.1	1,100.4
	수정전	759.8	1,145.8
	% diff	-8.4%	-4.0%

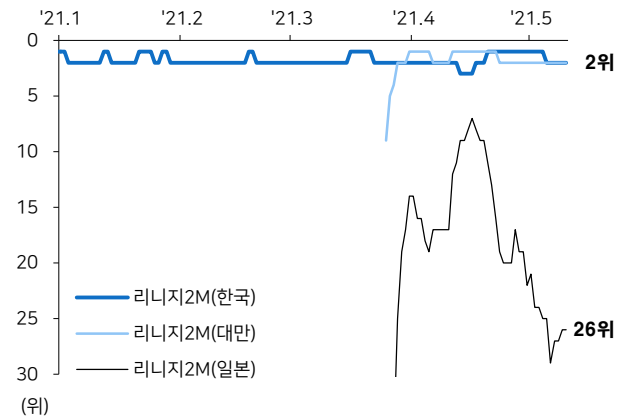
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



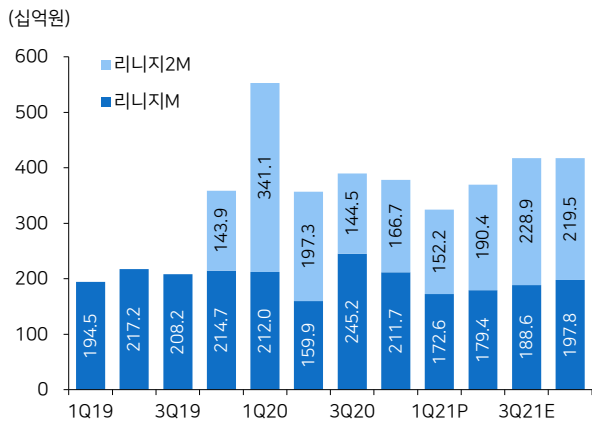
주: 2021. 5. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '리니지2M' 매출 순위 (한국, 대만, 일본)



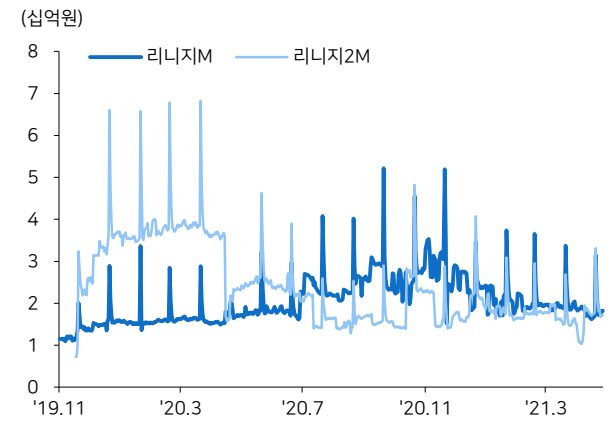
주: 2021. 5. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '리니지M'과 '리니지2M' 분기 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '리니지2M'과 '리니지M' 일매출 추이 (한국)



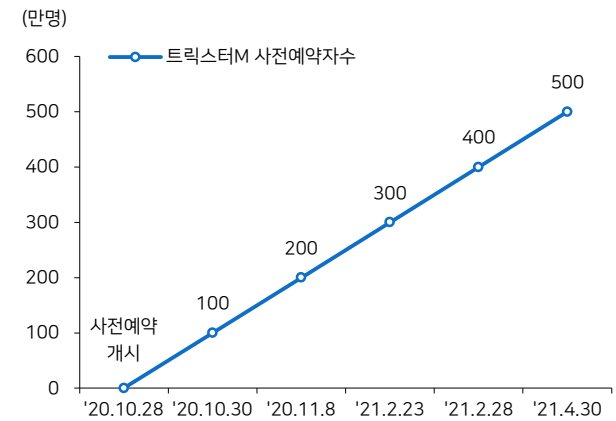
주: 2021. 5. 8 구글플레이 기준  
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림5 '트릭스터M' 5월 20일 출시



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '트릭스터M' 사전예약자수 500만명 달성



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 Q&amp;A

아래 내용은 전자공시시스템 또는 해당사의 실적발표 컨퍼런스 콜 내용입니다

- Q** '트릭스터M' 출시일 확정, 블소2 출시일에 대한 관심, 회사가 목표하는 매출?
- A**
- '리니지2M'보다 좋은 성과 내고 있음. '블소2'는 타겟 게이머층을 저연령층 포함해서 넓게 가져가고 있으며 사전예약단계에서 이루어냈음
  - 과거에 PC '블레이드앤소울' 서비스 했을 때 20~30대 고객군 예상. 현재는 40~50대 비중이 굉장히 높게 나타남. 기대 매출 측면에서 사전예약 데이터로만 보면 더 자신감 있는 모드로 전환하는 상태임
- Q** 다수의 콘솔게임 개발 상황과 대략적인 일정?
- A**
- '프로젝트TL' 일정 확정하는게 우선임. 플레이스테이션과 엑스박스 현 버전이 공급되는데 2~3년 정도 걸릴 것 같음. 콘솔 침투율이 끝난 상태에서 우리 게임을 본격적으로 서비스할 계획이라서 아직 공개하기는 이쁨
  - 기존 MMO 문법을 그대로 가져가지 않고 콘솔에 맞는 디자인, BM 맞추어서 개발하고 있음
- Q** '리니지M' 매출 하락폭 컸는데 이번 분기에 불매운동이나 아이템보상 관련 매출차감?
- A**
- '리니지M' 출시 5년차로 매출 변동은 언제나 발생. 트래픽과 객단가 관련된 영향 없었음. 매출 기조는 업데이트 앞두고 수위화 강도 조절. 2분기말~3분기초 4주년 업데이트가 곧 시작되는데 지켜봐주시면 될 것임
- Q** 1분기 증가했던 인건비 중에서 일회성으로 2분기 감소되는 부분 얼마나? 연간 가이던스?
- A**
- 전사 특별 상여 인당 800만원 수준에 4천여명 직원 인센티브 일회성 발생. 처우에 대해서는 업계 최고 수준 유지. 올해 인건비는 당연히 증가. 인건비 상승 요인과 헤드카운트 증가에 따라 결정. 올해는 10% 이상 증가 예상. 그러나 연이어 나오는 신작 출시를 통해 충분히 상쇄할 수 있을 것임
  - 전분기대비 480억원 증가. 350억원 정도가 일회성 인센티브. 2분기부터 전년동기 대비 인력증가와 연봉인상분만 반영되어 안정화. 두 자릿 수 증가는 연말 기준
- Q** 'B&S2' 출시를 앞두고 마케팅 예산은?
- A**
- 1분기 마케팅비가 역대 최대로 높은 그 금액. 3가지 프로젝트를 동시에 론칭 준비하기 위해 마케팅 했던 적이 없었음. 2분기는 '리니지2M' 대만/일본 출시, '트릭스터M' 사전예약도 마무리 단계라 '블소2' 정도만 진행되어 전분기대비 감소할 것임
  - 올해 연간으로 매출액 대비 5~6% 마케팅비 쓰는 기조는 크게 변함없을 것임
- Q** '아이온2' 한국 출시 일정 변화?
- A**
- 게임 출시 연기는 여러가지 상황 때문. 반년째 하고 있는 재택근무 영향도 없지 않음. 생산성에 거의 차이 없는 환경 만들고 싶긴 한데 폴리싱과 QA 단계는 혹독하게 진행되어야 하는데 어려움 있음. '아이온2'는 올해 안에 꼭 나온다고 확정해

서 말씀드리기 어려움. 그럼에도 굉장히 많은 프로젝트들이 동시에 진행되고 있어서 어느 시점에서 론칭을 말씀드릴 수 있는 기회가 있을 것임

**Q** 주요 신작 출시 및 글로벌 확장 시점?

**A** ■ 과거를 보면 '리니지', '리니지2', '아이온', '블레이드앤소울' 출시해오며 제품군을 차별화해서 서비스. 그 당시는 한국의 MMO 게이머만이 대상. 지금은 글로벌 MMO 고객군이 넓어지면서 고객군이 갖고 있는 니즈나 플레이 패턴 세분화시켜서 접근하는 게 맞음. 단순하게 한국에서 만든 게임을 그대로 언어만 바꿔서 출시하는게 아닌 글로벌 사용자들이 접근할 수 있는 게임성과 BM갖고 개발하고 있음

**Q** '블소2' 서버당 수용 가능 인원?

**A** ■ 개발자 의도에 따라 서버당 수용 인원이 차이가 남. 서버 숫자에 많은 의미 두는데 72개, '리니지M'이 과거 120개 정도. 서버 숫자가 몇 개인지는 중요하지 않음. 캐릭터 생성수가 훨씬 더 많음

**Q** '리니지2M'의 매출 안정화 전략? '아이온2'의 게임 차별화 포인트는?

**A** ■ 대만, 일본 매출이 전분기대비 증가. 4월 출시해서 대만에서 상위권 유지. 라이프 사이클 초기 국면이어서 내부 기대에 충족. 하향 안정화될 거지만 의미있는 성과 달성하고 있음

■ MMO게임이 대중화되면서 PC시대에서 접근 못했던 고객이 타겟층. MMO 대중화를 위해서 필요한 요소들 반영해서 개발하고 있음. MMO 대중화를 시키면서 재무적인 성과를 내는 것은 쉽지 않은데 두 마리 토끼를 잡기 위해서 준비하고 있음

**Q** '트릭스터M' 매출 기대치?

**A** ■ '트릭스터M' 사전예약자수 500만 돌파. 그래픽 등을 감안하면 기존 게임 대비 20대나 여성 유저가 많이 사전예약했음. 엔씨소프트 고객 기반 확장에 기여. 성과까지 잘 나오면 더할 나위 없음. 라이트하면서 대규모전투가 핵심인 게임이 없음. 과금 강도는 기존 하드코어 게임과 유사하지는 않음

**Q** '아이온2' 이후 모바일 IP 라인업 전략?

**A** ■ IP라는 것은 소진되는 개념이 아니라고 생각. 하나가 자체 브랜드. 사용자들이 계속 관심 갖으며 다양하게 활용 가능. 모바일 게임 출시 초기 단계에서는 PC에 있는 게임을 그대로 모바일화 시켰을 때 하나가 소진되고 제품 수준의 접근이지 IP 차원에서의 접근 아님. 다양한 전략적 방향으로 활용될 것임 기존에 있는 브랜드들도 다른 접근도 대중성/글로벌화 목표 달성 위해 다양하게 활용될 것임

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,719.2	3,601.7	3,879.3
매출액증가율 (%)	-0.8	42.0	12.5	32.5	7.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,719.2	3,601.7	3,879.3
판매관리비	1,222.2	1,591.4	1,847.3	2,191.4	2,274.3
<b>영업이익</b>	<b>479.0</b>	<b>824.8</b>	<b>871.9</b>	<b>1,410.3</b>	<b>1,605.1</b>
영업이익률	28.2	34.1	32.1	39.2	41.4
금융손익	38.2	17.3	37.6	47.7	49.1
중속/관계기업손익	-19.3	-5.6	-2.8	-1.4	-0.7
기타영업외손익	-1.7	-33.3	-57.2	-40.2	-42.2
세전계속사업이익	496.2	803.3	891.7	1,429.0	1,609.9
법인세비용	137.0	216.6	196.4	328.7	370.3
<b>당기순이익</b>	<b>359.2</b>	<b>586.6</b>	<b>695.3</b>	<b>1,100.3</b>	<b>1,239.7</b>
지배주주지분 순이익	358.3	587.4	696.1	1,100.4	1,239.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,868.5	3,486.0	4,154.5
현금및현금성자산	303.4	157.3	423.8	724.9	1,031.0
매출채권	254.4	243.0	255.6	268.7	282.6
재고자산	2.1	0.7	0.8	0.8	0.8
비유동자산	1,258.5	1,636.9	1,877.9	2,167.8	2,519.1
유형자산	350.4	368.4	479.0	622.7	809.5
무형자산	49.6	49.7	64.6	83.9	109.1
투자자산	746.9	1,093.8	1,203.2	1,323.5	1,455.9
<b>자산총계</b>	<b>3,346.4</b>	<b>4,081.2</b>	<b>4,746.4</b>	<b>5,653.9</b>	<b>6,673.6</b>
유동부채	449.8	509.3	543.5	580.6	620.9
매입채무	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	11.3	5.3	5.3	5.3	5.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	384.5	427.2	529.6	574.9	624.7
사채	249.4	249.6	249.6	249.6	249.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>834.2</b>	<b>936.5</b>	<b>1,073.2</b>	<b>1,155.6</b>	<b>1,245.7</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	435.5	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	108.4	278.2	278.2	278.2	278.2
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,378.9	4,204.2	5,134.0
비지배주주지분	13.0	3.1	-0.6	-6.5	-16.7
<b>자본총계</b>	<b>2,512.2</b>	<b>3,144.7</b>	<b>3,673.2</b>	<b>4,498.3</b>	<b>5,427.9</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>392.3</b>	<b>707.7</b>	<b>843.7</b>	<b>1,238.0</b>	<b>1,382.2</b>
당기순이익(손실)	359.2	586.6	695.3	1,100.3	1,239.7
유형자산상각비	51.2	64.8	65.3	52.3	41.9
무형자산상각비	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
운전자본의 증감	-70.8	-45.8	13.8	14.5	15.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-234.2</b>	<b>-695.6</b>	<b>-522.2</b>	<b>-726.5</b>	<b>-829.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-51.0	-64.4	-66.4	-68.4	-70.4
투자자산의감소(증가)	204.5	-346.9	-109.4	-120.3	-132.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-45.7</b>	<b>-159.3</b>	<b>-438.3</b>	<b>-198.2</b>	<b>-208.1</b>
차입금의 증감	211.3	-22.8	-21.3	-21.8	-22.5
자본의 증가	2.9	-2.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	117.9	-146.2	266.5	301.2	306.1
기초현금	185.6	303.4	157.3	423.8	724.9
기말현금	303.4	157.3	423.8	724.9	1,031.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	77,514	110,057	123,858	164,057	176,702
EPS(지배주주)	16,327	26,756	31,708	50,123	56,471
CFPS	25,497	41,161	50,339	78,607	103,131
EBITDAPS	24,216	40,567	42,737	66,669	75,069
BPS	113,837	143,098	167,340	205,194	247,999
DPS	5,220	8,550	12,717	16,460	17,563
배당수익률(%)	1.0	0.9	1.4	1.9	2.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	33.1	34.8	27.7	17.5	15.5
PCR	21.2	22.6	17.4	11.2	8.5
PSR	7.0	8.5	7.1	5.4	5.0
PBR	4.8	6.5	5.2	4.3	3.5
EBITDA	531.5	890.6	938.3	1,463.7	1,648.1
EV/EBITDA	19.7	21.0	18.3	11.5	10.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.7	20.8	20.4	26.9	24.9
EBITDA 이익률	31.2	36.9	34.5	40.6	42.5
부채비율	33.2	29.8	29.2	25.7	22.9
금융비용부담률	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	56.9	91.9	96.2	144.8	146.5
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	10.9	13.7	14.1
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,733.4	3,709.7	4,673.0	4,786.6

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.13	기업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-9.8	0.2	
2019.09.06	기업분석	Buy	700,000	김동희	-23.7	-12.3	
2020.01.15	산업브리프	Buy	770,000	김동희	-15.0	-6.5	
2020.03.05	기업브리프	Buy	820,000	김동희	-21.3	-8.9	
2020.05.13	기업브리프	Buy	870,000	김동희	-11.0	-6.2	
2020.06.03	산업분석	Buy	920,000	김동희	-5.1	8.2	
2020.07.08	산업브리프	Buy	1,070,000	김동희	-21.3	-7.0	
2021.01.15	산업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-19.4	-16.0	
2021.02.08	기업브리프	Buy	1,300,000	김동희	-29.8	-20.2	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-	-	